

Stock Market Manipulation

Citation for published version (APA):

Braun, R. (2010). *Stock Market Manipulation*. [Doctoral Thesis, Maastricht University]. [s.n.]. <https://doi.org/10.26481/dis.20101029rb>

Document status and date:

Published: 01/01/2010

DOI:

[10.26481/dis.20101029rb](https://doi.org/10.26481/dis.20101029rb)

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

Title: Stock Market Manipulation

Short version

Separation of ownership and management creates an agency conflict between the principal and the agent, who manages. This dissertation sheds new light on the ability of market participants to recognize information is not equally distributed in financial markets. Causes and consequences of shareholder litigation and their role in corporate governance are critically analyzed and newly interpreted. Understanding the conflict between managers and shareholders and between firms and financial intermediaries is important academically and professionally. First, investors learn about effective control of managers. Second, the regulator understands the effects of regulation in financial markets and whether it yields expected benefits. The third group of beneficiaries is the managers themselves. They have to be aware of managerial leeway, the risks that they face and the externalities they impose on financial markets. The last group concerns financial intermediaries and their role in the primary securities market.

Key words: asymmetric information, corporate governance, financial intermediaries, financial regulation, executive compensation, shareholder litigation.

Long version

Separation of ownership and management creates an agency conflict between the principal and the agent, who manages. Corporate governance is the mechanism, which ensures that the agent acts in the principal's interest. This dissertation sheds new light on the ability of market participants to understand asymmetric information in financial markets along two facets. Understanding one agency conflict between managers and shareholders and a second one between firms and financial intermediaries is important for several parties in the academic and professional arena. First, shareholders and investors learn about effective control of managers, potentially optimal remuneration schemes and alternative mechanisms of corporate governance. Second, the regulator and social planner have to know about the effects of regulation in financial markets and whether it yields expected benefits. The third group of beneficiaries is corporate decision-makers themselves. They have to be aware of managerial leeway, the risks that they face and the externalities that they impose on financial markets. The last group concerns financial intermediaries and their role in the primary securities market. The role that investment banks play in the pricing of initial public offerings is crucial for not only explaining the underpricing phenomenon but also their performance over longer horizons. The empirical research presented in this book seeks to answer these fundamental questions. Causes and consequences of shareholder litigation and their role in corporate governance are critically analyzed and newly interpreted. Underwriter manipulation and the merits of financial regulation are a further important topic in understanding primary securities markets. Lastly, shareholder activism and international corporate governance are important in understanding the monitoring ability of shareholders on managers – also across governance systems.

Deutsche Zusammenfassung

Die vorliegende Dissertation ermöglicht neue Einsichten in Bezug auf Situationen, in denen Marktteilnehmer internationale Wertpapiermärkte für Aktiengesellschaften vor dem Hintergrund von ungleicher Informationslage verwenden und eventuell ausnutzen. Weite Teile dieser Arbeit wurden durch die Literatur über Manager als Handelsbevollmächtigter der Aktionäre (der Eigentümer der Firma) und deren Interessenkonflikt inspiriert. Um sicher zu stellen, dass Manager im Interesse der Aktionäre handeln, gibt es das Konzept der verantwortungsvollen Unternehmensführung: kurz „Corporate Governance“. Ein weiterer Konflikt findet zwischen Firmen und Finanzinstituten statt; wie zum Beispiel Investment Banken. In Bezug auf ersteren Interessenkonflikt gibt es sowohl empirische als auch theoretisch-analytische Studien in reicher Zahl. Allerdings ist die akademische und politische Meinung über diesen Sachverhalt gespalten. Gibt das Verhältnis zwischen Aktionären (den eigentlichen Eigentümer eines Konzerns) und den Managern Anlass und Möglichkeit, Informationsvorteile auszunutzen oder stellt diese Situation bereits das optimale Vertragsverhältnis dar? Ein besonders politisiertes Thema, über das Uneinigkeit herrscht, findet sich insbesondere in der Frage der Vorstandsvergütung. Wohingegen berühmte und vielzitierte Werke von Bebchuk und Fried (2004), und die meisten Beiträge David Yermacks exzessive Vergütungen kritisieren und deren negative Auswirkungen auf die Firmenleistung und Profitabilität feststellen, findet ein weiteres akademisches Lager weniger eindeutige Antworten. Seit den Werken von Gabaix und Landier (2008), Edmans, Gabaix, und Landier (2009) sowie Edmans und Gabaix (2009) wurde die Diskussion über die Rechtmäßigkeit hoher Gehälter neu entfacht. Kurz zusammengefasst könnte zum Beispiel der Anstieg der Vorstandsvergütung ganz einfach eine Funktion von wachsender Firmengröße, größerem Wettbewerb um Managertalent oder einen allgemeinen Anstieg der Leistungsfähigkeit des Human Capital auf Marktebene sein. Als Konsequenz dessen habe sich die Vergütung des Chief Executive Officer (CEO) in den USA seit 1980 nicht etwa versechsfacht, weil der repräsentative Manager sechs Mal so gierig sei, sondern weil die Firma, die er leitet, einfach sechs Mal so groß und sechs Mal so wertvoll und profitabel sei.

Damit Manager überhaupt in den Vorzug dieser Vergütung kommen, müssen sie mit gewissen Regeln im Markt konform gehen und Wert für die Aktionäre schaffen. Im internationalen Kontext müssen hierbei auch noch weitere Parteien (sogenannte „stakeholder“) mit einbezogen werden. Diese Dissertation liefert weitere wichtige Antworten auf die Fragen 1) wie Aktionäre im internationalen Kontext sicherstellen können, dass Manager in beidseitigem Interesse handeln, 2) welche Rolle dabei institutionelle Anleger spielen und 3) die möglichen Konsequenzen einer Verletzung der Manager-Pflichten.

In Bezug auf den zweiten angesprochenen Interessenkonflikt (zwischen Firmen und Finanzinstituten) findet sich ein Forschungsbereich, der in der letzten Zeit stark ansteigenden Zuspruch gewinnt. Dieser befasst sich mit koordiniertem Verhalten von Finanzkonglomeraten in Finanzmärkten. Akademische Forschungsbeiträge im Bereich der forensischen Finanzwissenschaften von Ritter (2008), Bodnaruk, Massa, und Simonov (2009) aber auch Bodnaruk, Braun, und Massa (2009) aus meiner vorliegenden Forschungsarbeit werden exemplarisch verstärkt durch die Vorfälle der aktuellen globalen Finanzkrise. Die Möglichkeit des Ausnutzens von Lücken in der Gesetzgebung (im Fachjargon: „regulatory arbitrage“) von Seiten der Finanzinstitute ist bisher weitestgehend ungeklärt. Weitere Arbeit in diesem Bereich wird daher von großem Nutzen sowohl für die Kapitalmärkte als auch für die Finanzindustrie sein.

Laut meiner Dissertation sind die Konsequenzen für Manager, die ihre Aufsichtspflicht vernachlässigen und verletzen, ein erhöhtes Klagerisiko von Seiten der Aktionäre. Der Fokus meiner Studie in Kapitel 2 befasst sich mit langfristigen Konsequenzen für den Aktienpreis, den Firmenwert, sowie dem Firmenverhalten im Anschluss an eine Aktionärsklage. Ziel ist es, herauszufinden, ob individuelle Manager durch Sammelklagen der Aktionäre disziplinarisch bestraft werden können, was sich über einen längeren Zeitraum in einer besseren Performance widerspiegeln kann. Ob dies der Fall ist, hängt davon ab, ob Manager das Klagerisiko als eine glaubwürdige Bedrohung empfinden, und ob eine Verhaltensänderung im Zuge dessen erfolgt. Aufgrund der Tatsache, dass sowohl persönliche als auch finanzielle Konsequenzen für Manager recht gravierend sein können, kann das Risiko als glaubhaft eingestuft werden. Für Unternehmen, denen Bilanzfälschung oder die Durchführung illegaler Geschäftspraktiken zu Last gelegt werden, stellen Sammelklagen in dieser Form, ein nachhaltig negatives Ereignis für den Aktienpreis und dessen Performance dar. Eine mögliche Outperformance geschieht jedoch nicht auf Kosten eines erhöhten Zinsausfallrisikos: in Form einer Annäherung des KMV-Merton Modells der erwarteten Zinsausfall-Wahrscheinlichkeit finde ich, dass diese nach der Sammelklage eher sinkt als steigt. Die langfristigen Auswirkungen auf den Aktienpreis unterscheiden sich auch nicht zu den Firmen, die bereits vor Einleitung der Sammelklage, mit entscheidenden auslösenden Ereignissen konfrontiert wurden.

Daraus ist zu schließen, dass die Sammelklage an sich für die langfristige Aktienperformance verantwortlich ist. Die Verwendung des vereinfachten KMV-Merton Modells birgt laut meiner Studie mehrere Vorteile. Zum einen haben Credit Ratings den Nachteil, dass diese nur für Firmen mit gehandelten Anleihen verfügbar sind, was die Stichprobengröße um ein Drittel schrumpfen ließe. Zum anderen werden Rating Agenturen oft wegen Interessenkonflikten kritisiert, was sich durch das „issuer pays“ (die Firma bezahlt die Rating Agentur, um eine Einstufung des Kreditrisikos zu erhalten) System ergibt. Somit hat eine Rating Agentur nur begrenzte Anreize, die Kreditwürdigkeit eines Unternehmens herabzustufen.

Kapitel 3 interpretiert das Aufkommen von Sammelklagen eher in einem Corporate Governance Kontext im Vergleich zu anderen Studien, die diese mehr als Antwort auf (oder Auslöser für) schlechte Performance beziehen. Laut meiner Studie erfolgen diese Sammelklagen als Antwort auf dysfunktionales Verhalten von CEOs, welches durch falsche Anreize in der Vergütungsstruktur ausgelöst wird. Im Bezug auf Kontrolle und Managervergütung befinden sich Aktionäre in mehreren Zielkonflikten: Aktionären fehlt es zum einen an Koordinationsvermögen, die Corporate Governance Struktur der Firmen zu verändern, und zum anderen an nötigem Wissen und Abschätzungsvermögen für die Ansetzung der richtigen Anreizstruktur für Manager. Darüber hinaus bietet die Vergütung in Form von Aktienoptionen durchdringende Vorteile für alle Seiten. Als Konsequenz dessen verfügen Manager über ausreichende Diskretion, ihren Informationsvorsprung zu nutzen und die Vergütungsstruktur selber festzulegen. Im Zuge dessen wird der Manager einen Anreiz haben, das Firmenrisiko (zum Beispiel in Form von Cash Flow Volatilität) zu erhöhen und sich strategisch im Bezug auf Veröffentlichung von Informationen an die Finanzmärkte zu verhalten. Allerdings haben Manager in dieser Hinsicht *nicht* die freie Handlungsvollmacht, sich in eigenem Interesse zu verhalten. Die Lösung in dieser Situation ist die Option der Aktionäre, gegen Firmen und Manager vor Gericht zu ziehen. Die Bedrohung dessen ist wegen finanzieller und persönlicher Konsequenzen ausreichend, um abzuschrecken bzw. korrigierend einzugreifen. Allerdings sind Gerichtsverfahren und Sammelklagen für den Investor aufwändig: sowohl in direkter Form durch Anwalts- bzw. Gerichtskosten als auch in indirekter (meist auch höherer) Form durch den Zeitaufwand für Beobachtung, Bewertung, und Einschätzung der Informations- und Firmenlage. Als Alternative hierzu wurde in den USA 2002 der Sarbanes-Oxley Act (SOX) verabschiedet, der Manager zu einem erhöhten Grad haftbar machen kann. Bisher wurde die Einführung des SOX auf Makro-Ebene kritisiert, da seine Befolgung sich insbesondere für ausländische Unternehmen als zu kostspielig darstelle. Des Weiteren benachteilige SOX die USA als internationalen Aktienmarkt gegenüber internationalen Finanzzentren wie London, Paris, oder Frankfurt. Auf Firmenebene jedoch ermöglicht SOX einen wichtigen Kontrollmechanismus für Aktionäre und drosselt exzessive Risiken der Firmen durch höhere individuelle Haftbarkeit.

Kapitel 4 hingegen nimmt eine neue Perspektive ein. Statt die Beziehung zwischen Aktionären und Managern im Bezug auf Interessenkonflikte zu beleuchten, ist der Fokus der Studie das Verhältnis zwischen Firmen und Finanzinstituten. Exemplarisch dargestellt wird dies in dem Kontext von Börsengängen (initial public offerings - IPOs), bei denen der Emittent eine Investmentbank mit der Platzierung der Aktien im Markt beauftragt. Investment Banken sind Finanzintermediäre, die den Handel auf Wertpapiermärkten ermöglichen und vereinfachen. Zwischen 1998 und 2000 gab es in den USA eine Vielzahl von Fällen, in denen diese Börsengänge von Unternehmen mutmaßlich von der Investment Bank (dem „Underwriter“) manipuliert wurden. Als Konsequenz dessen lag der Marktpreis am ersten Handelstag weit über dem Ausgabepreis (der Unterschied zwischen den beiden Preisen wird als „underpricing“ bezeichnet). Dieses „underpricing“ überstieg seinerzeit Werte, die fernab jeglicher Theorie lagen und mit konventionellen Preismodellen nicht zu erklären waren. Auch Spekulationstheorien und Erklärungen durch Irrationalität der Marktteilnehmer greifen zu kurz. Eine Antwort zu diesem Underpricing-Phänomen liegt in der Möglichkeit der Investment Bank, die Aktien zum Ausgabepreis in Kombination mit einem Kopplungsverkauf (sogenannte „tie-in“ Geschäfte oder „laddering“ Verträgen) zu platzieren. Dabei bekommt ein Investor, der eine Aktie zum *Emissionspreis* zeichnet, diese nur zugeteilt, wenn er auch zustimmt, an einem bestimmten Datum in der Zukunft, weitere Aktien zum *Marktpreis* zu erwerben mit einem vorher festgelegten Faktor x . Die Investment Bank schafft es dadurch, sowohl den Ausgabe- als auch den Marktpreis der Aktien und die Platzierung selbst zu erhöhen. Die teilnehmenden Investoren erhoffen sich eine hohe Rendite der Aktie und somit ermöglicht deren künstliche Nachfrage eine Stabilisierung der Preise. Weitere Stabilisierung nimmt der Underwriter durch die Asset Management Teile des Finanzkonglomerates vor, zu dem er gehört. Leider ist es nicht möglich die Rückführung der Profite der Investoren an den Underwriter genau zu überprüfen. Allerdings gibt es Hinweise (Cliff and Denis, 2004) und Einzelberichte (red herring, 2001), dass diese sogenannten „soft-dollars“ existieren. Somit zeigt diese Studie, wie eine Investment Bank als Marktteilnehmer Informationsungleichheit für den eigenen Vorteil ausnutzen kann. Gesetzgeber und Behörden sind weitestgehend machtlos, diese Praktiken zu unterbinden, da die betroffenen Parteien als Reaktion wahrscheinlich eine unauffälligere unterschiedliche Form der Manipulation finden.

Kapitel 5 wechselt wieder auf die Aktionärsperspektive und fragt, inwieweit Investoren Kontrolle auf Firmen und Manager ausüben können. Wie reagieren Aktionärsgruppen, wenn ein Unternehmen schlechte Performance liefert? Der Aktionär wird aktiv. Generell unterscheidet man zwischen zwei Formen dieses Aktivismus: zum einen kann ein Investor mit großen Unternehmensanteilen bei Unzufriedenheit mit Strategie bzw. Managementleistung einfach die Aktien verkaufen und damit einen Preisdruck ausüben. Eine andere Form der Kontrolle ist,

auf Aktionärsversammlungen Vorschläge zur Änderung des Managements und zur Anpassung der Konzernstrategie vorzubringen. Beide Formen sind nur bedingt universell praktikabel, da der Investor für einen Preisdruck durch Verkauf einen Mindestanteil halten muss, um glaubhaft zu wirken. Da der aktive Investor, der Vorschläge auf Aktionärs- und Jahreshauptversammlungen vorbringt, die alleinigen Kosten und den Aufwand seines Aktivismus trägt, entsteht eine Situation des „free-riding“. Das bedeutet, dass andere Aktionäre die vollen Vorteile des Aktivismus des Einzelnen genießen und somit durch seinen alleinigen Aufwand profitieren. Daher entstehen Koordinationsprobleme zwischen Investorengruppen. Der Erfolg beide Formen des Aktivismus bleibt darüber hinaus auch nur Investoren bestimmter Größe vorbehalten. Das bedeutet allerdings nicht, dass Aktivismus auf Hauptversammlung keine Form effektiver Kontrolle darstellen kann. Die Grundannahme der Studie ist, dass jegliche Art von öffentlichem Aktivismus an die Firma und an die Finanzmärkte ein negatives Signal sendet. Somit ergeben sich Kosten für den Manager, die vermieden werden sollten. Kapitel 5 erforscht dies anhand einer Situation, in der Firmen in einer weitestgehend konzentrierten Industrie mit wenigen Wettbewerbern operieren. Darüber hinaus ist das Unternehmen vor feindlichen Übernahmen geschützt durch sogenannte „Verteidigungsstrategien“, welche jegliche Form von Managementdisziplin unterbinden. Sowohl Produktmärkte als auch der Markt für Manager und Firmenübernahmen sind sogenannte „Marktmechanismen“, die sicherstellen sollen, dass der Manager im Interesse der Aktionäre handelt.

Der Manager ist im Fall von Kapitel 5 durch zweierlei Arten der Positionsgefährdung geschützt, indem seine Firma a) weniger durch ein schwaches Produkt aus dem Markt getrieben werden kann und b) schwieriger durch eine andere Firma aufgekauft werden kann, weil der Marktwert durch schlechtes Wirtschaften zu niedrig getrieben wurde. Potentiell könnten Manager sich somit ihren Pflichten entziehen, da sie den Marktmechanismen nur begrenzt ausgesetzt sind. In dieser Situation ist die optimale Reaktion der Aktionäre, Anreize für den Manager in Form von Vergütungsvorschlägen zu schaffen. Dies birgt jedoch den Nachteil, dass Manager zu Eigentümer der Firma gemacht werden, und ebenfalls ein Stimmrecht erhalten. Dieses verwenden sie aktiv, um gegen Vorschläge der Aktionäre in anderen Bereichen zu stimmen. Allerdings schaffen es die Aktionäre mit den vorgebrachten Vorschlägen, ein öffentliches Signal schlechter Performance der Manager zu liefern, was eine disziplinarische Funktion haben kann. Dies ist unabhängig von der Erfolgsquote der Vorschläge. Die Einzigartigkeit meiner Datenbank ermöglicht es daher, Aktivismus von Aktionären in ein neues Licht zu rücken. Als Reaktion bringen Manager nun selbst Vorschläge hervor auf Versammlungen, die aufgrund von Koordinationsschwierigkeiten unter Kleinanlegern und institutionellen Investoren eine bedingungslose Akzeptanzrate von über 95% haben (Gillan und Starks, 2007). Zwar können Manager durch den Aktivismus der Aktionäre kein vermeintlich „ruhiges Leben“ genießen, allerdings

haben die Aktionäre auch keine effektive Kontrolle mehr über die Firma. Daraus ergäbe sich der Abschlag zum Marktwert des Unternehmens, der bereits durch Giroud und Müller (2009) erforscht und festgestellt wurde.

Die vorhergegangenen Studien befassen sich ausschließlich mit dem U.S. Aktienmarkt. Auch wenn der amerikanische Aktienmarkt der größte Aktienmarkt weltweit ist, der am meisten liquide ist, lässt sich Corporate Governance als Kontrollmechanismus für Aktionäre nicht für internationale Märkte verallgemeinern. In amerikanischen Unternehmen muss der CEO primär Wert für Aktionäre schaffen. Dies ist allerdings keine global gültige Betrachtungsweise: das deutsche bzw. japanische System nimmt einen ganzheitlicheren Ansatz für Unternehmensführung unter Berücksichtigung von Mitarbeitern, Kunden, bis hin zu Versorgern. Welche der zwei Möglichkeiten Firmen wählen, hängt im Endeffekt vom Grad der Internationalisierung der Wertschöpfungskette, vom Listing-Status der Aktien, sowie von der Investorenbasis ab.

Im letzten Kapitel der Dissertation untersuche ich, ob die zunehmende Internationalisierung der Investorenbasis dazu führt, dass Unternehmen anstreben, kurzfristige Werte für die Aktionäre zu erzielen. Dieses Ergebnis ist laut dem amerikanisch-/britischen Corporate Governance System bevorzugt. Einzelne Berichte über den niederländischen Konsumriesen Royal Ahold sowie die reaktionäre Trennung des Daimler Konzerns von Chrysler an den U.S. Finanzinvestor Cerberus in 2007 geben Anlass zu meiner Hypothese, dass sich Firmen aus Kontinental-Europa zunehmend dem amerikanisch-/britischen Corporate Governance System annähern werden. Mithilfe einer Datenbank, die die Corporate Governance Qualität der 300 größten gelisteten europäischen Unternehmen misst, finde ich in Kapitel 6 heraus, dass dies tatsächlich der Fall ist. Die Ergebnisse sind hierbei für einen Bereich stark ausgeprägt, der europaweit am wenigsten reguliert ist: nämlich der Art und Weise wie Unternehmen gegen feindliche Übernahmen geschützt werden. Als Schlussfolge hieraus ziehe ich, dass es einen Markt für europäische Corporate Governance für Firmen aus Kontinental-Europa gibt.

Insgesamt zeigt die vorliegende Dissertation, inwiefern sich in den Finanzmärkten Informationsvorteile für bestimmte Parteien ergeben und wie mit diesen umgegangen wird. Das Management der Investorenbasis, das mögliche Ausnutzen von Informationsvorteilen sowie das Steuern des Aktienpreises geben meiner Arbeit den Titel: „Stock Market Manipulation“. Inwieweit diese Informationsvorteile zu forensischen Zwecken genutzt werden, ist Aufgabe für zukünftige Forschungsarbeit auf diesem Gebiet.